

OBSERVATORIO DE POLÍTICAS ECONÓMICAS

DOCUMENTO DE TRABAJO N°9

JUNIO, 2021

El Banco Central y la nueva Constitución: Hacia una nueva institucionalidad para el instituto emisor.

Nicolás **Bohme O.**[1]
Javiera **Petersen M.**[2]

La discusión constitucional sobre el Banco Central ha despertado innumerables reacciones, varias de ellas contrarias a la idea de revisar la forma institucional de autonomía con metas de inflación que ha acompañado al ente emisor desde 1989. Es usual encontrarse con visiones alertando que cualquier modificación a este marco llevaría al país a repetir dolorosas historias de inflación y subdesarrollo, además de subrayar que el Banco Central de Chile ha recorrido un camino prácticamente exento de errores. El objetivo de este documento es entregar elementos económicos que doten de contenido a esta discusión -dominada por verdades auto instaladas- desde una revisión histórica y de experiencia comparada, y relevando el rol que la política monetaria y los sistemas financieros juegan en el desarrollo económico de los países.

---

[1] Director OPES, doctorando en economía Universidad de Massachusetts Amherst, nbohmeoliver@umass.edu
[2] Directora Ejecutiva OPES, doctoranda en innovación y políticas públicas University College London, javiera.muga.20@ucl.ac.uk

I. Introducción

Históricamente, los bancos centrales han utilizado la política monetaria para la consecución de múltiples objetivos. Sin embargo, las últimas tres décadas se ha impuesto un enfoque neoliberal (Epstein, 2013), que consta de dos elementos centrales: (i) autonomía del banco central respecto al poder ejecutivo, y (ii) régimen de metas de inflación, eliminando otros objetivos de política económica. Este esquema institucional fue concebido para evitar la presión de los gobiernos centrales por financiar persistentes déficits fiscales mediante la emisión monetaria, lo que durante la segunda mitad del siglo XX trajo problemas inflacionarios en distintos países del mundo, especialmente en América Latina.

Así, el paradigma neoliberal propuso una receta que ha sido efectiva en impedir el uso abusivo del financiamiento monetario de los déficits fiscales, pero ha limitado enormemente la capacidad de los bancos centrales para promover el desarrollo económico y social, la industrialización y la acumulación de capacidades tecnológicas y de innovación.

Para entender lo anterior, es importante ver a los sistemas financieros no como elementos externos al proceso de desarrollo, sino que uno concomitante a las dinámicas económicas de los países. Uno de los aspectos cruciales de esta relación emerge de las características de la estructura productiva. Las actividades económicas se distinguen entre sí por las técnicas productivas, las intensidades de distintos insumos requeridos, la tecnología involucrada, etc. Todas estas propiedades influencian distintas velocidades de rotación del capital, y, por ende, las necesidades financieras de empresas e industrias (Lin et al., 2013). Una de las principales funciones de los bancos centrales, como autoridades públicas encargadas de la política monetaria, es influir en las decisiones de crédito de la economía. Estas intervenciones no son neutrales, y por ende, abaratar o encarecer el crédito tiene efectos en el ritmo, pero sobre todo, en la naturaleza del crecimiento económico.

Al comparar el rol del Banco Central de Chile desde 1989 con el de varios bancos centrales en experiencias exitosas de desarrollo -Francia, Canadá y Corea del Sur-, salta a la vista que estos últimos estaban mandatados y fueron exitosos en apoyar el proceso de transformación

productiva bajo modelos de gobernanza diversos. Por su parte, el instituto emisor chileno logró controlar la inflación, aunque a veces a expensas de las necesidades del sector exportador no tradicional (nuestras unidades económicas más dinámicas), especialmente durante la crisis asiática de fines de los años 90 y el súper ciclo de las materias primas de principios de siglo.

De esta manera, de nuestra revisión histórica y comparada se desprende que, manteniendo los objetivos de control de precios y la prohibición al financiamiento monetario del déficit de los gobiernos (salvo en situaciones extremadamente excepcionales), debemos avanzar hacia una institucionalidad que logre incorporar objetivos de largo plazo de nuestra estructura productiva y la independencia se combine con la imprescindible coordinación entre el Banco Central, a cargo de la política monetaria, y el Gobierno, responsable de la implementación de las políticas fiscal e industrial.

El resto del documento se ordena de la siguiente manera. La sección dos discute el rol del banco central en tres casos de desarrollo exitoso; la sección tres realiza un balance de la experiencia del Banco Central autónomo en Chile; la sección cuatro presenta variedades institucionales y algunas consideraciones sobre el debate actual del rol de los bancos centrales en el desarrollo; la sección cinco concluye con propuestas para una nueva institucionalidad del Banco Central en el contexto del proceso constituyente.

II. Bancos centrales en experiencias exitosas de desarrollo

A lo largo de la historia, no ha existido un único consenso ni una única receta respecto al rol de los bancos centrales en el desarrollo económico. Tras su lenta evolución en Europa desde bancos privados hasta constituirse en el banco de bancos, éstos han cumplido una variedad de funciones y han establecido diversos mecanismos de gobernanza, teniendo representados en su núcleo los intereses de poderes del Estado, el sector financiero y otros sectores productivos.

Por su posición en el sistema financiero, el control de precios siempre ha sido una preocupación fundamental, estableciendo metas de inflación, manejando los agregados monetarios, o a través de un ancla nominal como fue el patrón oro hasta principios del siglo XX. A ello se han agregado una variedad de preocupaciones de corto y largo plazo como reducir la amplitud de los ciclos económicos, proteger el empleo, evitar los colapsos del sistema financiero, fomentar el crecimiento de la economía, o apoyar al sector exportador, entre otros. En las próximas líneas, abordaremos el rol de los bancos centrales en tres experiencias exitosas de desarrollo: Canadá en el siglo XX, Corea del Sur durante su impresionante despegue industrial, y Francia durante los años de oro del capitalismo. Estos casos ilustran que la experiencia histórica de los bancos centrales ha estado lejos del paradigma de autonomía con metas de inflación que suele presentarse como única alternativa seria y viable para nuestro país.

Canadá

La historia del Banco Central de Canadá constituye uno de los casos más incómodos para la ortodoxia económica por la importancia que tuvo la autoridad monetaria en el proceso de desarrollo de Canadá en objetivos que superan la mera estabilidad de la moneda. Como se explica en esta sección, las primeras cuatro décadas desde la creación del Banco Central de Canadá en 1934, son un ejemplo de cómo la entidad emisora, en estrecha colaboración con el Estado, puede utilizar las herramientas de política monetaria para fomentar el desarrollo industrial, el manejo de la deuda, y objetivos macroeconómicos que van considerablemente más lejos que solamente la estabilidad de precios.

Al igual que con otras excolonias británicas

como Australia, Nueva Zelanda, e India, luego de la Gran Depresión, Canadá creó su propio banco central para establecer soberanía monetaria (Ryan-Collins, 2017). Dado que las emergentes coaliciones políticas tenían una visión más amplia y crítica sobre el dinero y su rol en la economía, así como también por la mala opinión que existía en la población canadiense sobre la banca privada por cómo operó durante la Gran Depresión, las insistencias del Reino Unido para que su antigua colonia estableciera un banco central independiente y sólo centrado en la estabilidad de precios fueron rechazadas.

La ley que crea el Banco Central de Canadá en 1934 establece que las funciones del Banco serán:

> *"(…) regular el crédito y la moneda en el mejor interés de la vida económica de la nación, controlar y proteger el valor de la unidad monetaria nacional y mitigar las fluctuaciones en el nivel general de producción, comercio, precios y empleo."* ***(Bank of Canada, 2008 [1934])***

El esquema de gobernanza se diseñó pensando en asegurar una estrecha colaboración entre el Banco Central y el Gobierno (Neufeld, 1958; Ryan-Collins, 2017). La junta directiva era nombrada por el Gobierno, mientras que la dirección de esta era elegida por la misma junta, con la aprobación del Gobierno. El viceministro de Finanzas tenía un lugar en la junta directiva del Banco, pero sin derecho a voto. Si llegaba a existir una discrepancia mayor entre la junta directiva y el Gobierno, se podía solicitar la renuncia de la dirección de la junta del Banco, algo que solo ocurrió una vez.

La descripción anterior retrata los principales rasgos institucionales de la banca central canadiense, atributos que permitieron una virtuosa cooperación entre el Banco Central de Canadá y los diferentes gobiernos de turno, antes del giro monetarista que tuvo la autoridad emisora a mediados de los años 70. Durante este periodo, el Banco Central de Canadá utilizó distintos instrumentos de financiamiento directo o indirecto para apoyar la expansión fiscal, el crecimiento económico y la industrialización.

La creación monetaria y de crédito que caracterizó las operaciones del Banco Central los primeros años fue absorbida en su mayoría por la expansión industrial, guiada por las direcciones de la política fiscal del país (Ryan-Collins y van Lerven, 2018). Fue así como entre 1938 y 1941 el crecimiento de la industria y del empleo alcanzó casi un 30%. Esta combinación exitosa de políticas no sólo se usó en el contexto de la posguerra sino que se mantuvo hasta los años 70s. El Gobierno determinó que la política monetaria debía fomentar la inversión de fondos de capital productivo que contribuyan al empleo, buena parte de los cuales fueron a financiar el gasto de capital (carreteras, aeropuertos, puentes, escuelas, hospitales y otra infraestructura física) que llegó a cerca del 20% de la inversión total de capital fijo durante la década de los 60s.

Otro punto interesante en la experiencia de Canadá tiene relación con su Banco Nacional de Desarrollo. El Industrial Development Bank – hoy Business Development Bank of Canada – fue creado en 1944 promulgado con un acta que establece que el principal propósito del Banco de Desarrollo es:

> *"(…) promover el bienestar económico de Canadá aumentando la eficacia de la acción monetaria asegurando la disponibilidad de crédito para las empresas industriales que razonablemente se espere resulten exitosas (…)"*

A diferencia de la mayoría de los bancos públicos de desarrollo, que se capitalizaron con presupuesto público y/o deuda privada, el Industrial Development Bank fue financiado mediante la creación de dinero del Banco Central de Canadá durante las primeras 3 décadas de funcionamiento (Baun y Downey, 2020).

Corea del Sur

Corea del Sur es un ejemplo habitual a la hora de estudiar experiencias exitosas de desarrollo, esto porque su caso representa uno de los procesos desarrollistas más impresionantes de los últimos 60 años. Los datos son elocuentes: a principio de los años 60, Corea del Sur era una economía de bajos ingresos, principalmente rural y agrícola; su PIB per cápita representaba sólo el 5% del ingreso per cápita de Estados Unidos. Hoy es un país con una industria en la frontera tecnológica internacional y con un ingreso per cápita equivalente al 50% del de Estados Unidos. El camino elegido fue una industrialización por la vía de promoción de exportaciones, donde el papel dirigente lo tomó el Estado.

El Banco de Corea (el Banco Central de Corea del Sur) fue una de las piezas centrales en la estrategia surcoreana. Su objetivo central fue promover el crecimiento económico y la transformación estructural de la economía, en conjunto con la estabilidad de precios. Para ello, hizo parte activa del fomento de las nacientes industrias de exportación. Desde 1965 participó de los recién creados Encuentros Mensuales de Promoción de Exportaciones, presididos por el presidente y en el que, además de miembros del ejecutivo, participaban las principales empresas exportadoras del país.

La participación en dicha instancia no fue sólo simbólica, por el contrario. El ejecutivo utilizó al sistema bancario para canalizar créditos hacia los sectores que buscaba fomentar, es más, las condiciones crediticias del sistema financiero se diseñaron de acuerdo con las definiciones políticas de la estrategia industrial (Epstein, 2013). Fue así como durante dos décadas, el Banco de Corea garantizó la extensión de deuda a los bancos comerciales cuando éstos dirigían los recursos hacia los sectores exportadores prioritarios. Los bancos comerciales llegaron a recurrir a préstamos del Banco de Corea respecto del 89% de sus créditos de exportación entre 1973 y 1981 (Koh, 2010). A su vez, cuando en los años 70 se fomentaron las industrias pesada y química, el Banco de

Corea estableció líneas de crédito directas a estas industrias. Luego, en los años 80 se inició una política de apoyo a empresas pequeñas y medianas. El Banco de Corea estableció requerimientos de préstamos a estas empresas que los bancos comerciales debían cumplir (Banco de Corea, 2010).

Dada la importancia del Banco Central en el esfuerzo productivo surcoreano, el Gobierno mantuvo control sobre sus decisiones más importantes y líneas estratégicas. El ministro de Finanzas supervisaba y regulaba todas las actividades del sistema bancario, incluido lo relativo a la banca central (Epstein, 2009). El ejecutivo tenía derecho a solicitar revisión de las decisiones de política monetaria, y cinco de los nueve miembros de su consejo eran recomendados por el Gobierno.

Otra área de especial interés para la coordinación de políticas en Corea del Sur fue la administración de la balanza de pagos. El manejo del tipo de cambio y la cuenta de capitales, usualmente a cargo de los bancos centrales, dependía directamente del ejecutivo. Asimismo, la política cambiaria del país asiático estaba supeditada a los objetivos propios de la promoción de las exportaciones (Lee et. al., 2010). Para esto, durante el período entre 1960 y 1990, se utilizó un sistema de tipo de cambio fijo con reajustes periódicos, inicialmente respecto al dólar y luego respecto a una canasta de monedas, además de sucesivas devaluaciones durante la etapa inicial del impulso exportador surcoreano.

Francia

Las décadas posteriores a la Segunda Guerra Mundial son conocidos como los años de oro del capitalismo: el crecimiento, estabilidad y avances en equidad que alcanzaron las potencias de Norteamérica, Europa y Japón no tiene precedentes en la historia moderna. Una pieza fundamental de la estrategia de desarrollo fue alinear la política monetaria implementada por los bancos centrales con los objetivos de crecimiento, fortalecimiento de la industria, y equilibrio de la balanza de pagos, especialmente en países de Europa continental (Capie et al. 1994; Epstein, 2007). Por ello, los bancos centrales fueron en mayor o menor medida dependientes del poder ejecutivo a través del Ministerio de Hacienda.

El caso del Banco de Francia (el Banco Central francés) representa este giro de los banco centrales en la posguerra. Junto con la experiencia de otros institutos emisores europeos como el de Italia y el de Bélgica, la asignación de crédito preferente fue una pieza fundamental de su exitosa política industrial (Epstein, 2007), contribuyendo a la modernización de la estructura productiva y su capacidad de competir en mercados internacionales. Además, controles cambiarios y a los flujos de capitales permitieron estabilizar la balanza de pagos evitando problemas externos en momentos en que las divisas eran escasas. En la Francia de la posguerra, el Estado supo llevar adelante un enorme proceso de transformación estructural que le permitió emerger de las ruinas y volver a situarse como una potencia. El control del

sistema financiero fue la piedra angular que hizo posible la modernización de la industria (Zysman, 1983). El Tesoro (Trésor), un organismo dentro del Ministerio de Hacienda, se erigió como su eje articulador, llevando un estricto control sobre la asignación de crédito.

Como parte de esta estrategia, el Banco de Francia tenía autonomía operacional, pero sus decisiones estaban supeditadas al control del Tesoro y el Ministro de Hacienda. El Gobernador y la mayoría de las y los miembros del Consejo General del Banco, su organismo máximo de dirección, eran designados directa o indirectamente por el Gobierno. Además, la formulación de la política crediticia dependía del Consejo Nacional de Crédito, cuyo Presidente era el Ministro de Hacienda y Vicepresidente el Gobernador del Banco de Francia. Una vez formulada, el Banco tenía poder sobre la implementación de dicha política. Los debates solían zanjarse en favor del ejecutivo. En efecto, el mayor conflicto de la posguerra entre el Banco de Francia y el poder ejecutivo, ocurrido en 1948, terminó con la renuncia de su Gobernador, Emmanuel Monick (Gonjo, 2011).

Los mecanismos utilizados por el Banco de Francia fueron diversos (Epstein, 2007). Los requisitos de reserva de los bancos dependían de su cartera de colocaciones, permitiendo menores reservas si el crédito fluía a sectores prioritarios. Además, se implementaron tanto restricciones cuantitativas como tasas de interés preferenciales destinadas a que los intermediarios financieros incrementaran colocaciones en dichas industrias. Casi la mitad del flujo total de crédito desde el Banco Central fue sujeto a alguna clase de privilegio o subsidio (Zysman, 1983), muchas veces dirigidos a la construcción o sectores exportadores.

III. El Banco Central autónomo de Chile

El esquema de autonomía con metas de inflación que rige al Banco Central de Chile se suele presentar como un elemento indiscutible de nuestra institucionalidad económica, dado el éxito del país en controlar la inflación durante las últimas décadas. Un análisis más integral de su rol, sin embargo, arroja un resultado mucho más claroscuro, ya que el instituto emisor ha sido en parte responsable de la desaceleración de largo plazo de la capacidad de crecimiento de nuestra economía. En esta sección se discuten decisiones de política que trajeron como consecuencia (i) el fuerte contagio doméstico de la Crisis Asiática y una lenta recuperación posterior, a pesar de que su efecto en otros países fue relativamente mucho menor; y (ii) efectos negativos de largo plazo sobre la estructura productiva y el dinamismo exportador debido a su (falta de) manejo cambiario durante el súper ciclo de las materias primas entre los años 2003 y 2013.

Respecto al manejo cíclico durante la Crisis Asiática de finales de los años 90, la política adoptada por el Banco Central contribuyó a profundizar -en vez de mitigar- el choque externo negativo tras los problemas en algunos países asiáticos. El economista Rudi Dornbusch, defensor de las políticas neoliberales de apertura comercial y financiera, bautizó al frenazo del año 1999 como la "recesión Massad", en alusión al Presidente del Banco en ese entonces, Carlos Massad.

Durante los años 1996 y 1997, el tipo de cambio real (TCR) estaba notablemente apreciado. Su valor promedio fue 22% menor que el período 1990 - 1995. Como contrapartida, la economía acumulaba un déficit de cuenta corriente por sobre 4% del PIB (Ffrench Davis, 2017), lo que quiere decir que el país consumía más de lo que producía, y para cubrir la brecha se endeudaba con el resto del mundo. El vínculo con el tipo de cambio es directo: los dólares baratos generaban un incentivo a importar. El año 1998 la crisis asiática empeoró las condiciones financieras de las economías emergentes. Una devaluación (aumento del valor del dólar) moderada pero oportuna hubiera permitido una reducción del déficit externo, incentivando la producción de bienes locales por sobre los importados.

El Banco Central, sin embargo, decidió defender el valor del peso durante 1998. Una depreciación hubiese causado presiones inflacionarias debido al aumento

de los precios de productos importados, situación que la autoridad quería evitar. Defender un tipo de cambio excesivamente apreciado significó sacrificar el estímulo a la economía local. Para evitar la fuga de capitales (y consiguiente depreciación) el Banco Central recurrió a una aguda contracción monetaria. En un plazo de 9 meses (de diciembre de 1997 a septiembre de 1998), más que duplicó la tasa de política monetaria (tasa de interés), desde 6,5% a 14%. Ante tal incremento del costo de endeudarse, tanto el consumo como la inversión se desplomaron, frenando bruscamente la demanda agregada. Como consecuencia, el PIB se contrajo 0,4%, tras una década creciendo a más de 7% anual. La corrección al alza del tipo de cambio se produjo de todas maneras un año más tarde, cuando el Banco Central ya había perdido significativas reservas internacionales en dólares y una recesión evitable ya se había desencadenado.

La Crisis Asiática puso fin a los mejores años del modelo chileno, y los costos económicos y sociales fueron altos. El desempleo se empinó por sobre el 10%, mientras que la inversión se contrajo casi 15%. El país no volvió a crecer a niveles pre crisis, y la recuperación fue particularmente débil, a lo que contribuyó la falta de un paquete reactivador coordinado por el instituto emisor y el Ministerio de Hacienda. No fue hasta el inicio del súper ciclo del precio del cobre iniciado en 2004 que la economía volvió a operar a plena capacidad.

Durante la década comprendida entre 2004 y 2013, la economía chilena contó con un muy inusual viento a favor, salvo por un período relativamente breve durante 2008-2009 debido a la "Gran Recesión" que se originó en Estados Unidos. El precio del cobre se empinó a más de US$ 4 la libra, desde valores bajo un dólar la libra a principios del milenio. Como consecuencia, los términos de intercambio (la razón del precio de las exportaciones y el precio de las importaciones) llegaron, en su *peak* de 2011, a duplicarse respecto a su valor de 2003. En un país abierto al comercio como Chile, esto significó un enorme choque de ingresos. El aumento en el poder de compra de nuestras exportaciones representó un 25% del PIB cada año, entre 2004 y 2013, si ponemos como base el año 2003 [3].

En otras palabras, el país disfrutó de un choque de ingresos gracias al súper ciclo equivalente a 2,5 veces su PIB. Estos recursos podrían haberse utilizado en inversiones para mejorar de manera permanente las capacidades de nuestra estructura productiva. En cambio, el país tuvo una bonanza sólo pasajera, que terminó cuando se revirtieron los favorables términos de intercambio. En vez

[3] Para medir el choque de ingresos, se realizó un ejercicio simple: el cambio porcentual en los términos de intercambio, tomando como base el año 2003, se multiplicó por el grado de apertura de nuestra economía (el promedio de exportaciones e importaciones como porcentaje del PIB).

de inversiones de largo plazo, el país consumió los ingresos del súper ciclo.

Una de las razones de este patrón pro cíclico de gasto agregado fue la pasividad de la política cambiaria del Banco Central [4]. El cobre representa alrededor del 50% del valor de nuestras exportaciones. El incremento de su precio expandió la oferta de dólares en la economía nacional, lo que, ante la falta de intervención de la autoridad emisora en el mercado cambiario, generó una fuerte apreciación del dólar (gráfico 1). Midiendo en $ de 2018, el TCR cayó desde $769 en marzo de 2003 a $612 en diciembre de 2005. Durante la "Gran Recesión" se volvió a depreciar, tocando un techo de $759 en noviembre de 2008, para apreciarse una vez el precio del cobre se recuperaba, llegando a un mínimo de $612 en enero de 2013.

Gráfico 1. **Tipo de cambio real (TCR), 2002 - 2018 ($ de 2018)**

Mar. 2003 $769
Nov. 2009 $759
Dic. 2005 $612
Dic. 2015 $612
800
750
700
650
600
550
2002
2004
2006
2008
2010
2012
2014
2016
2018

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Central de Chile.

[4] Otras razones fueron el enorme flujo de ingresos saliendo de nuestra economía como utilidades de grandes mineras extranjeras, y la falta de una estrategia de desarrollo promovida desde el Estado.

En un país cuya estrategia de crecimiento está basada en las exportaciones, esta inestabilidad y apreciación del TCR constituyeron un freno justamente al sector exportador no cobre, cuya rentabilidad depende de manera crítica del tipo de cambio. Recibiendo ingresos en dólares y pagando costos en pesos, una caída de 20% en el TCR como la observada entre diciembre de 2005 y marzo de 2003 constituye un fuerte desincentivo al desarrollo de dichos sectores. La inestabilidad del TCR operó en la misma dirección: a la hora de evaluar un proyecto de inversión, ¿cuál es el tipo de cambio de largo plazo a considerar? En vez de competitivo y estable, el TCR durante el súper ciclo fue anticompetitivo e inestable.

El patrón pro cíclico de gasto debido a la sobrevaluación del TCR (junto a otros hechos, como el exceso de gasto fiscal durante la primera administración de Sebastián Piñera; y la apertura a flujos financieros internacionales de corto plazo, otra decisión del Banco Central) se agudizó tras la crisis de 2008-2009. A pesar de contar con un precio del cobre al menos un dólar la libra por sobre cualquier estimación razonable respecto a su valor de largo plazo, Chile promedió un déficit de cuenta corriente de 3,2% del PIB entre 2011 y 2013, lo que quiere decir que sus gastos eran mayores a sus ingresos. Es decir, no sólo no ahorró si no que sobre gastó los ingresos del súper ciclo. Así, las divisas que pudieron utilizarse en inversiones para diversificar nuestra economía terminaron generando una profundización de nuestra dependencia en los recursos naturales.

La experiencia del Banco Central autónomo en Chile arroja más sombras que lo que la elite económica y política suele defender. Si bien la estabilidad de precios es un objetivo fundamental, la estabilidad de otras variables macroeconómicas clave como el TCR, el uso pleno de las capacidades productivas, y el estímulo sostenido a la expansión de éstas, también deberían serlo. Recuperar espacio para hacer política económica en Chile requiere repensar la gobernanza y objetivos del Banco Central.

IV. Variedad institucional y estado actual del debate sobre el rol de los bancos centrales en el desarrollo

Desde su creación, los bancos centrales han experimentado constantes cambios de gobernanza, objetivos y marco de política monetaria utilizado. Más aún, desde la crisis financiera del año 2008 las discusiones sobre reformas a su institucionalidad se han incrementado notoriamente. Esto va en línea con lo expuesto en la sección introductoria, los sistemas financieros y el desarrollo productivo de los países son elementos que evolucionan de manera concomitante, por lo tanto, es esperable ver cambios en el rol que los bancos centrales juegan en la economía. Otra implicancia de lo anterior es que las especificidades productivas e históricas de los países se reflejan en la variedad de combinaciones institucionales alrededor de la política monetaria. Esto se evidencia en la Base de Datos de Legislaciones del banco central (Central Bank Legislation Database) del Fondo Monetario Internacional (FMI), que comprende legislaciones de 126 países y uniones monetarias descritas en diferentes categorías sobre la actividad de la banca central (objetivos, organización y administración, gobernanza, política monetaria, política cambiaria, entre otras).

La mitad de los países no tienen dentro de sus disposiciones constitucionales la existencia del banco central. Por otro lado, si bien la mayoría de los países hacen referencia a la estabilidad de precios en sus objetivos, son pocos los que establecen a este como único objetivo (Khan, 2017). La mayor parte de los bancos centrales tienen a la estabilidad de precios junto con otros objetivos secundarios. Dentro de la dimensión de los objetivos de política es que recientemente se ha instalado una interesante discusión sobre el rol de los bancos centrales en la promoción de la transición verde y el crecimiento sustentable. Esta no ha sido sólo una discusión académica, por el contrario, son varios los bancos centrales que ya han comenzado a incluir objetivos de sustentabilidad o los riesgos de la crisis climática dentro del marco sobre el que diseñan sus políticas (IFC, 2020).

Dikau y Volz (2021) examinan cómo las políticas de mitigación y enfrentamiento de la crisis climática se adecúan a los diferentes mandatos que tienen los bancos centrales. Utilizando la Base de Datos de Legislaciones del Banco Central del FMI, muestran que 70 de los 135 bancos centrales incluidos en su análisis cuentan con un mandato que le asigna el objetivo de promoción y/o apoyo de un crecimiento

o desarrollo sustentable, o bien el apoyo de los objetivos económicos del gobierno. Bajo cualquiera de estas dos líneas, el banco central podría estar mandatado a incorporar objetivos de desarrollo verde en sus operaciones. Además, y como ya se mencionó anteriormente, existen bancos centrales que han incorporado de forma explícita objetivos de sustentabilidad, entre otros, Australia, Canadá, China, Costa Rica, Noruega, Corea del Sur. Australia, por ejemplo, establece que el mandato de su Banco Central (Reserve Bank of Australia) es "contribuir a la estabilidad de la moneda, el pleno empleo, y la prosperidad económica del pueblo australiano" [5]; desde el 2019 este Banco Central ha discutido la inclusión de modelos climáticos para su diseño de política, y el 2020 oficialmente estableció a los riesgos financieros provocados por la crisis climática como un objetivo prioritario.

Uno de los argumentos más consensuados para apoyar la inclusión de objetivos verdes en los mandatos de los bancos centrales es que la crisis climática y otros riesgos medioambientales afectan de forma considerable el desempeño de las autoridades monetarias referido a los objetivos tradicionales (estabilidad de precios) (Dikau y Volz, 2021). El peligroso impacto de la crisis climática en la producción agrícola y la seguridad alimentaria está ampliamente documentado (ver por ejemplo las publicaciones de la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura, FAO [6]). Esto a su vez repercute en los precios de alimentos, uno de los principales componentes de las canastas de bienes y servicios utilizadas para medir la inflación en los países. Lo anterior es aún más importante en países en vías de desarrollo, los que no sólo se ven más afectados por las inclemencias de la emergencia climática (Gosh et al., 2020) sino que también dependen considerablemente más de la agricultura como actividad económica. En Chile, la agricultura es el segundo sector exportador más grande después de la minería, con cerca del 30% del total de la canasta exportadora [7]. En estos países, el impacto de la crisis climática no sólo se canaliza a través de los precios, sino que directamente por el producto.

Ahora bien, los bancos centrales no sólo deben estar preocupados por el impacto que la crisis climática tiene sobre los precios y/o sobre el producto, sino que también debiesen coordinar su accionar con las políticas de mitigación diseñadas para enfrentar la crisis climática. Los impuestos al carbono son un instrumento ampliamente utilizado en las agendas fiscales para promover la transición energética hacia energías limpias. Existe un impacto inflacionario directo de estos

[5] https://www.rba.gov.au/about-rba/

[6] http://www.fao.org/home/es/

[7] The Growth Lab at Harvard University. The Atlas of Economic Complexity. http://www.atlas.cid.harvard.edu.

instrumentos, más agudo en los países no desarrollados por la naturaleza misma de los sistemas energéticos (Andersson, 2018). Se puede argumentar que el objetivo de estabilidad de precios mandataría a los bancos centrales a responder ante este tipo de presiones inflacionarias subiendo la tasa de interés, pero esto también tendría un impacto negativo sobre el producto y, además, apreciaría el tipo de cambio. McKibbin et al. (2017) argumenta que, si la respuesta de los bancos centrales ante el fortalecimiento de los impuestos al carbono es el aumento de la tasa de interés para contener la inflación, esto podría agudizar el impacto negativo de las políticas de carbono sobre el producto y el empleo relativo a otras formas en las que los bancos centrales podrían intervenir.

Finalmente, enfrentar la crisis climática no sólo requiere que el sector financiero canalice recursos para el financiamiento de proyectos verdes, sino que también debe desviar el financiamiento de actividades perjudiciales para el medioambiente. En ausencia de la intervención pública en los mercados financieros, mercados de capitales, bancos, y otras instituciones financieras seguirán asignando financiamiento a actividades contrarias al interés general relativo a un crecimiento sustentable. Esto es así porque los mercados no son neutrales, y tampoco lo es la política monetaria.

Por naturaleza, las intervenciones del banco central crean ganadores y perdedores a través de la selección de mercados para intervenir, qué activos transar, y las características requeridas en los colaterales (Gabor, 2021). Un muy buen ejemplo de lo anterior está en las políticas monetarias no convencionales adoptadas en el contexto de la crisis subprime del año 2008, siendo el relajamiento cuantitativo (o QE por sus siglas en inglés, *quantitative easing*) las más famosa en el debate y aplicación. En teoría, el QE debiese tener un impacto general en la economía: la compra de activos por parte del banco central resultaría en una recomposición de los portafolios de inversión ya que habría una mayor oferta de nuevos activos y mayor demanda por otros relativamente más baratos, resultando en un aumento de precios de los activos financieros a nivel general lo que a su vez impactaría positivamente en la actividad económica vía reducción en el costo de endeudamiento. Uno de los más reconocidos problemas del QE es que la supuesta neutralidad de esta política no se cumple porque los canales de trasmisión no son "perfectos" – o neutrales –, beneficiando especialmente a los activos financieros que son comprados (Zenghelis et al., 2017). Así, la evidencia hoy nos muestra que los criterios de elegibilidad de los planes de compra de activos de la Unión Europea e Inglaterra bajo los programas de QE diseñados en la crisis financiera resultaron en que los grandes beneficiados por esta política fueron activos intensivos en carbono y asociados a los sectores que más contribuyen a emisiones contaminantes (ibid.).

V. Conclusión: la nueva Constitución y un nuevo marco institucional del Banco Central de Chile

Es un lugar común destacar la fortaleza de los equilibrios macroeconómicos de Chile y, en particular, el rol que ha jugado el Banco Central desde que adoptó un régimen de metas de inflación con autonomía respecto al Gobierno. Si bien es indiscutible que la autoridad emisora ha sido efectiva en mantener la inflación baja, esto se ha hecho muchas veces a expensas de promover niveles de empleo y características productivas necesarias para un desarrollo económico justo y sostenible. Contrario a lo que se suele argumentar, el análisis histórico evidencia experiencias exitosas de desarrollo que se construyeron con bancos centrales fuera del marco que se defiende usualmente en el país. Asimismo, la variedad institucional que hoy existe alrededor del mundo, y las discusiones sobre el rol de la autoridad monetaria en la persecución de objetivos de desarrollo sustentable, demuestran que existen alternativas para revisar la institucionalidad del Banco Central de Chile con el objetivo de mejorar su labor en pos del desarrollo del país.

En este marco, tenemos que pensar cómo construir un Banco Central a tono con los retos de la economía. En primer lugar, se hace necesario ampliar sus objetivos, manteniendo la prohibición estricta (salvo casos extremadamente excepcionales) del financiamiento monetario de los déficits fiscales. A las metas existentes de control de precios y estabilidad financiera debiesen incorporarse la estabilización del ciclo económico junto con objetivos de mediano y largo plazo ligados al desarrollo de un sector exportador intensivo en tecnología, conocimiento, y basado en la agregación de valor. Recogiendo esto, el Banco Central podría ser mandatado a:

> *Velar por la estabilidad de la moneda, el normal funcionamiento de los pagos internos y externos, el pleno empleo, y el bienestar económico de la nación a través de la promoción de un sector productivo y externo competitivo y diverso* [8].

[8] Según la actual Ley Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile, su actual mandato es velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos.

En segundo lugar, hay que revisar la gobernanza del Banco Central. La política monetaria es una de las herramientas de la política económica, que, junto con la política fiscal y las políticas de desarrollo productivo, van moldeando las dinámicas económicas del país. Un manejo económico eficiente requiere de altos niveles de coordinación entre dichas políticas, de otra forma, existe un alto riesgo de adoptar políticas incoherentes entre sí. Mientras mayor sea la autonomía y más baja la coordinación entre distintas autoridades económicas, es más probable que en determinados momentos la política monetaria entre en conflicto con políticas impulsadas por el poder ejecutivo. Ello ocurrió, por ejemplo, durante el año 2015, cuando el Ministerio de Hacienda ejecutaba un presupuesto reactivador mientras el Banco Central tomaba medidas contractivas.

El desafío es entonces encontrar un equilibrio entre coordinación y la necesaria independencia que requiere el instituto emisor para enfocarse creíblemente en objetivos de largo plazo. Una alternativa es que el poder ejecutivo tenga potestades sobre orientaciones estratégicas de la política monetaria, mientras que el Consejo preserve su autoridad sobre la ejecución de esta y la definición de los instrumentos que utilizará. Además, sería deseable que se establecieran instancias de coordinación de la política económica en que se establezcan metas conjuntas y un mecanismo de seguimiento de las mismas. Por ejemplo, podrían buscarse mecanismos formales que favorezcan la coordinación y colaboración entre las autoridades involucradas en las distintas dimensiones de la política económica de un modo similar a lo que se estableció el año 2017 respecto de los órganos de la administración del Estado (artículo 37 bis Ley N°18.880). En concreto, si se decide que el Banco Central tenga el mandato propuesto en este documento, se podría establecer un espacio formal de coordinación para definir cómo se ejecutará dicho mandato (cada año o al inicio de cada gobierno), compuesto por el Banco Central, el poder ejecutivo, gremios industriales, y representantes de las y los trabajadores. Asimismo, el Gobierno podría tener la facultad de nombrar directamente una proporción minoritaria de miembros del Consejo del Banco Central.

En suma, el propósito es encontrar una forma de gobernanza que entregue los incentivos adecuados para que la autoridad monetaria cumpla con los distintos objetivos mandatados. Para esto, un aspecto relevante a considerar es que el Banco Central debe ser entendido como una institución pública, que ejerce poder público y, por tanto, debe responder por sus decisiones (cuya naturaleza es esencialmente política, y no solo técnica). Es decir, la forma de gobernanza entregada debe ser compatible con el principio democrático (Böckenförde, 2000).

La discusión del Banco Central en la Convención Constitucional posiblemente se enfoque en dos dimensiones: la inclusión o no de algún aspecto del Banco Central en el nuevo texto constitucional, y la autonomía. Las variedades

institucionales (sección cuarta) parecen mostrar que no existe una única receta sobre otorgarle o no rango constitucional al instituto emisor. Esto diferencia al Banco Central de otros órganos dotados hoy de autonomía constitucional – tales como la Contraloría General de la República, el Ministerio Público y el SERVEL –, cuyo reconocimiento constitucional responde a razones de derechos fundamentales (por ejemplo, evitar una intervención indebida del poder ejecutivo en la imparcialidad de los procesos electoral o en la fiscalización de los actos de gobierno). Con todo, son las especificidades históricas y económicas de los países el principal factor que incide en esta decisión.

La redacción de una nueva carta magna abre una oportunidad para discutir en profundidad sobre el rol en la economía del Banco Central de Chile. Esperamos que haya espacio para cuestionar el marco de autonomía con metas de inflación que se ha transformado en un dogma de la ortodoxia económica, incorporando un mandato más amplio como el acá propuesto y un modelo de gobernanza que permita una coordinación efectiva en la implementación de la política económica. Será importante que estos principios dialoguen con otras disposiciones que emanen del proceso constituyente, en el entendido que la nueva Constitución debe abrir, pero no culminar una revisión sobre una institución tan importante como el Banco Central.

Bibliografía

Andersson, F. (2018). *Estimates of the Inflation Effect of a Global Carbon Price on Consumer, Investment, Export, and Import Prices. Working Paper 2018 - Department of Economics, Lund University, 18.*

Banco de Corea (2010). *The Bank of Korea: A sixty-year history. The Bank of Korea.*

Böckenförde, E. (2000). *Estudios sobre estado de derecho y democracia. Madrid: Editorial Trotta. Braun,*

B., & Downey, L. (2020). *Against Amnesia: Re-Imagining Central Banking. CEP - Council on economic policies.*

Capie, F., Goodhart, C., Fischer, S. y Schnadt, N. (1994). *The future of central banking: The tercentenary symposium of the Bank of England. Cambridge University Press.*

Dikau, S., & Volz, U. (2021). *Central bank mandates, sustainability objectives and the promotion of green finance. Ecological Economics, 184.*

Epstein, G. (2007). *Central banks as agents of economic development. En Chang, H. J. (ed.). Institutional change and economic development. United Nations University Press.*

Epstein, G. (2009). *Post-war experiences with developmental central banks: The good, the bad and the hopeful. United Nations conference on trade and development, G-24 Discussion Paper Series No. 24.*

Epstein, G. (2013). *Developmental central banking: winning the future by updating a page from the past. Journal of Keynesian Economics, 1(3). 273-287.*

Ffrench-Davis, R. (2017). *Reformas Económicas en Chile: 1973-2017. Taurus.*

Gabor, D. (2021). *Revolution without revolutionaries: Interrogating the return of monetaring financing. Transformative Responses to the crisis, Finanzwende - Heinrich-Böll-Foundation.*

Gonjo, Y. (2011). *Qui a gouverné la banque de France? (1879-1980). En Feirtag, O. y Lespinet-Moret, I. (eds.). L'économie faite homme: Hommage à Alain Plessis. Librairie Droz.*

Gosh, E., Gore, T., Kartha, S., Kemp-Benedict, E., & Nazareth, A. (2020). *The Carbon Inequality Era: An assessment of the global distribu- tion of consumption emissions among individuals from 1990 to 2015 and beyond. Oxfam and the Stockolm Environment Institute.*

IFC. (2020). *How Low-Income Countries Are Adopting Sustainable Finance to Address Poverty, Climate Change, and Other Urgent Challenges. Sustainable Banking Network - International Finance Corporation.*

Khan, A. (2017). *Central Bank Legal Frameworks in the Aftermath of the Global Financial Crisis. IMF Working Paper.*

Koh, Y. (2010). *El crecimiento de la economía coreana y el papel del gobierno. En SaKong, I. y Koh, Y (eds.). La economía coreana. Seis décadas de crecimiento y desarrollo. Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).*

Lee, J., Yoo, J., Choi, N., Kim, J.G., Kim, J.D., Hyun, H.J., Kim, S., Suh, J. Yoon, D.R., Lee, H. y Song, Y. (2010). *Política económica internacional. En SaKong, I. y Koh, Y (eds.). La economía coreana. Seis décadas de crecimiento y desarrollo. Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).*

Lin, J. Y., Sun, X., & Jiang, Y. (2013). *Endowment, industrial structure, and appropriate financial structure: a new structural economics perspective. Journal of Economic Policy Reform, 109–122.*

McKibbin, W., Morris, A., Panton, A. J., & Wilcoxen, P. J. (2017). *Climate change and monetary policy: Dealing with disruption. CAMA Working Paper - Centre for Applied Macroeconomic Analysis.*

Naufeld, E. (1958). *The Bank of Canada's Approach to Central Banking. Canadian Journal of Economics and Political Science, 24(3), 332–44.*

Ryan-Collins, J., & Lerven, F. v. (2018). *Bringing the helicopter to ground: A historical review of fiscal-monetary coordination to support economic growth in the 20th century. Institute for Innovation and Public Purpose, Working Paper.*

Ryan-Collins, J. (2017). *Breaking the taboo: a history of monetary financing in Canada, 1930–1975. The British Journal of Sociology.*

Zenghelis, D., Matikainen, S., & Campiglio, E. (2017). *The climate impact of quantitative easing. Working paper: The Centre for Climate Change Economics and Policy and The Grantham Research Institute on Climate Change and the Environment.*

Zysman, J. (1983). *Governments, markets, and growth: Financial systems and the politics of industrial change. Cornell University Press.*


opes
OBSERVATORIO DE POLÍTICAS ECONÓMICAS